

控制结构、法律保护与股利政策

——对香港本地公司和内地 A 股上市公司的比较研究

赵中伟

(北京大学经济学院,北京 100871)

内容提要:控制结构和法律保护环境对上市公司现金股利政策均有影响。内地和香港两地的上市公司在股利政策方面存在差异。实证研究结果表明,具有多数制衡控制结构的公司股利支付水平较高;香港本地公司股利支付水平显著地高于内地 A 股公司,红筹股和 H 股公司股利支付水平介于香港本地公司和 A 股公司之间;在各种控制结构下,香港本地公司股利支付水平高于内地上市公司。香港市场上中资公司在股利政策方面同时受到两地因素的影响。

关键词:控制结构;法律保护;股利政策;香港市场;A 股市场

中图分类号:F830.91 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2012)01—0114—08

一、问题提出

对上市公司而言,内部人(管理层和控制股东)和外部股东之间存在代理问题,股利政策实际上体现的是公司内部人与外部股东间的代理问题。

从法律角度看,股利分配可视为法律对股东实施有效保护的结果,也就是促使外部股东能够参与分配公司的自由现金流。从现实情况来看,不同国家和地区资本市场对投资者的法律保护存在较大差异。近些年来,有众多中国内地企业赴香港上市,籍香港国际金融市场环境提高公司治理水平。在 A 股市场上,控制股东与外部股东之间的股利代理问题较为严重。股权分置改革完成后,侵害流通股股东的股权制度基础已经消除,现金股利的发放成为降低代理成本的重要方式。

建立在股权结构基础上的控制结构在很大程度上决定了内部人掠夺外部股东的权力基础和激励。

对于股利代理成本理论,一些文献(武晓春,2003;陈洪涛、黄国良,2005;唐跃军、谢仍明,2006;唐清泉、罗党论,2006)利用股权分置改革前中国内地上市公司进行实证检验,得出了较为一致的结

论,即认为非流通控制股东普遍存在“隧道行为”。股权分置改革完成后,对这一问题尚缺少相应的研究。并且,上述文献往往从股权结构角度对这一问题作出解释,而忽视了建立在股权结构基础上的控制结构。目前,很少有文献从股利政策角度对内地 A 股上市公司和香港上市公司作出比较研究,以揭示两地公司治理水平的差异和跨境上市的约束效果。

本文以 2007~2009 年内地和香港两地上市公司为研究对象,实证检验股利代理理论是否成立,以及控制结构对股利政策的影响。

二、文献回顾

Jensen(1986)首先提出了股利代理理论。近年来,一些学者从法律角度分析股利分配代理成本问题。包括立法状况与执法质量在内的法律环境对股利支付有重要影响。这类研究形成了两种不同的结论:一种结论认为,股利分配是法律对股东实施有效保护的结果;另一种结论则认为,在法律不健全的情况下,股利分配可以在一定程度上替代法律保护。La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny(2000)考察了 33 个经济体 4103 家公司的股

收稿日期:2011-10-24

作者简介:(1978-),男,山东潍坊人。经济学博士,副研究员,研究领域为公司金融。E-mail:zhaozw@hotmail.com。

利行为,支持了第一种结论。他们发现,股东保护法制的完善程度与现金股利支付率正相关;Faccio 等(2001)从股利侵占角度分析了投资者保护与非控制大股东作用之间的关系,他们分析了股权结构相似的东亚和西欧上市公司后发现,与东亚相比,在西欧,非控制大股东的存在能够迫使公司支付更高股利。他们认为,这种差异是由于西欧更发达的资本市场能够为投资者提供更好的法律保护。

一些学者的研究将股利政策与股权结构联系起来。即使在同一法律环境下,不同股权结构公司的现金股利分配行为也有较大差异。刁伟程和邱贵忠(2002)研究了1998~2000年香港市场红筹股公司股利政策,认为现金股利与第一大股东持股比例存在U型二次函数关系。目前,围绕中国内地上市公司股权结构与股利政策的研究,通常分析大股东股权性质和比例与股利间关系,尤其注重直接控制股东即第一大股东的作用。众多学者对股权分置改革前中国内地上市公司的现金股利政策作了研究,并得出较为一致的结论,即非流通控制股东利用派发现金股利侵占外部股东利益。但是,对于其他大股东持股比例与股利政策的关系,结论并不一致(蓝发钦,2001;张阳,2003;陈信元、陈冬华、时旭,2003;肖珉、沈艺峰,2004;陈洪涛和黄国良,2005;徐国祥、苏月中,2005;吕长江、周县华,2005;唐跃军、谢仍明,2006;唐清泉、罗党论,2006)。

有些学者意识到,最终控制股东是实际掌握上市公司股利政策的决策主体。因此,他们沿着控制链条,追踪最终控制股东对公司股利政策的影响。Gugler & Yurtoglu(2003)研究发现,德国公司由于采取交叉持股、金字塔式的控制结构及特殊的投票权安排(如控制股东的股票拥有更多投票权)等原因,公司实际投票行为偏离“一股一票”制。偏离程度越大,公司派现比率就越低;Dewenter & Warther(1998)对日本企业派现行为的实证研究显示,与美国相比,日本企业尤其是企业集团的下属企业经常可以减少派现甚至不派现。他们认为,由于企业集团中存在交叉持股和金字塔式的控制结构,外部股东的约束减弱,控制股东处于主导地位,有较大的激励和能力剥夺小股东和减少派现;王化成、李春玲和卢闯(2007)分析了中国上市公司最终控制股东对股利政策的影响。他们认为,中国最终控制股东的分配行为与控制权水平没有直接关系。在不

同控制权水平下,具有相同特征的控制股东现金股利分配倾向和分配力度是一致的。同时,所有权和控制权差异越大,分配倾向和分配力度也越低。这些研究结果表明,最终控制股东存在对上市公司的利益侵占行为,也反映我国法律制度对中小股东利益保护上不力。

三、理论分析与假设

在多数国家,大型公众上市公司通常不是广泛持有型的,而是具有控制股东(La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, 1999)。在具有控制股东的公司中,代理问题已经不是Berle-Means(1932)意义上的职业经理人对少数股东的侵占,而是控制股东对少数股东和债权人的剥夺,并且往往实施的是合法剥夺(Shleifer & Vishny, 1997)。

在股权集中条件下,控制股东具有双重经营激励。作为公司所有者,控制股东可以依据持有的股权份额从公司中索取剩余,并具有激励对公司管理层实施监督,以最大化公司价值;作为内部人,控制股东凭借自己掌握的控制权从公司中获得私有收益。控制股东的双重经营激励体现在股利代理成本问题上,则是派发现金行为与“隧道行为”并存。在同股同权条件下,派发现金股利意味着依据股权份额从公司索取自由现金流,也就是现金流权。现金股利是所有股东都能享有的公共产品,但“隧道行为”由控制股东独占。

控制股东剥夺外部投资者的激励可以被其持有的股权(现金流权)缓解。通常情况下,剥夺是有成本的。在其他条件不变的情况下,较高比例现金流权可以导致较低程度的剥夺。但是,控制股东与外部股东之间的利益分歧永远不可能消除,因为内部股东只是部分地承担私有收益的成本(Jensen & Meckling, 1976)。

在约束控制股东自利行为、促使其在公司治理中发挥积极作用方面,建立在股权结构基础上的控制结构和法律保护是两种有效的机制。

在现代股份公司中,股权与控制权发生了分离。股权主要体现为现金流权,而控制权主要表现为表决权。依据股权结构与在其基础上形成的控制权分布,以及中国公司法 and 香港证交所对控制股东的定义,我们将具有控制股东的控制结构分为三类,分别是多数独占控制、多数制衡控制和少数状

态依存控制。

多数独占控制由持有多数或相对多数股权的单一股东控制公司。在简单多数投票原则下,这些股东实际上被赋予了如同独资公司股东一样的全部法定控制权。现金股利分配主要取决于控制股东需要。较高比例的现金流权缓解了控制股东剥夺外部股东的动机,可以使其享有现金股利主要收益。同时,控制股东也可以决定将现金流留在公司内,以满足未来投资需要或获得私有收益。

在多数制衡控制中,大股东现金流权与表决权较为匹配。所以,多个大股东之间既可能存在协同关系,又可能存在制衡关系。在由多个大股东构成的控制集团进行经营决策时,如果控制股东之间能够协商一致,就可以实施一些合乎控制集团利益而使少数股东利益受损的决策。但是,由于持股数量不同以及各自可能获得的控制权私人收益差异,且存在信息不对称,控制股东之间难以达成一致。结果,少数股东利益受到保护。除控制股东外,大股东还会以外部股东即非控制股东的身份存在。非控制大股东会监督控制股东,以减少控制股东对公司资源的转移(Pagano & Roell, 1998)。

在其他股权分散的情况下,持有少数但足够股权的一个或数个股东可以凭籍所持股权实现对公司的少数状态依存控制。这种控制形式的实现依赖于少数股东从分散股东处吸引足够代理表决权的能力,具有状态依存性,并不能与公司控制市场完全隔离。但是,与前两种控制结构相比,少数控制股东的现金流权与表决权的分离程度最严重,其采取“隧道行为”的动机最强。

现金股利依据现金流权分配,但是,控制由表决权决定。现金流权和表决权的分离为控制股东创造了动机和能力,使其运用表决权优势寻求除现金股利以外的其他收益。结果,外部股东利益受损。在上述控制结构中,现金流权和表决权分离程度各异,从而在现金股利分配的代理问题上表现出的严重程度不同。根据以上分析,本文提出如下假设:

假设 1:多数制衡控制、多数独占控制和少数状态依存控制的股利支付水平依次降低。

上述关于控制结构与股利政策关系的假设暗示一个前提,即对投资者的法律保护水平是既定的。如果考虑到现实中对投资者的法律保护水平

存在较大差异,那么,我们可以合理推测,在不同投资者法律保护水平下,控制股东行为也会不同,相应地,股利政策存在差异。

法律保护对外部投资者的意义在于降低掠夺的效率,提高掠夺成本。在低法律保护水平下,控制股东可以较方便地实施“隧道行为”,损害公司价值,谋取私有收益。在这种情况下,由于控制股东获得的私有收益往往大于其股利收益,并且受到法律惩罚的风险较小,控制股东有激励实施“隧道行为”,而不愿派发股利使所有投资者受益,仅致力于自身总收益最大,公司价值最大化并非其首要目标。而在高法律保护水平下,实施“隧道行为”的方便途径被法律堵塞,获取私有收益的成本增加,迫使控制股东专注于公司价值最大化行为,并向股东支付股利,自己依据股权获取资本增值收益和股利收益。

与 A 股市场相比,香港市场对投资者保护的法治更完备,执法效率更高。许多内地企业(红筹和 H 股)选择在香港上市的目的之一是借助香港市场法治环境提高公司治理水平。其中,一部分内地企业(A+H 股)既在香港上市,又在内地上市,受到两地市场环境的约束。根据以上分析,本文提出如下假设:

假设 2:香港上市公司的总体股利支付水平高于内地 A 股上市公司。

处在不同法律保护水平下,同样的控制结构对股利政策的作用也存在差异。对于同样的控制结构,处在法律保护水平较高的市场环境中,其控制股东通过实施“隧道行为”掠夺外部股东的成本较高,私有控制收益较低。因此,控制股东倾向于分配股利。而在法律保护水平较低的市场环境中,控制股东掠夺成本较低,股利支付水平随之降低。根据以上分析,本文提出如下假设:

假设 3:对于各类控制结构,香港上市公司的股利支付水平高于内地 A 股上市公司。

四、样本和研究变量

1、数据来源与样本选取

数据主要来自于 CSMAR 数据库、Bloomberg 资讯和上市公司公告。

本文样本来自内地 A 股市场和香港市场 2007~2009 年的上市公司。选取样本时,遵循以下原

则: 在 2007 ~ 2009 年间有连续数据; 剔除金融、房地产行业公司;^① 剔除 ST、PT 类公司; 剔除数据缺失的公司。

依据以上原则, 共获得 1085 家样本公司, 以公司·年为单位, 观测值为 3255 个。为了消除极端值的影响, 对样本公司联系变量进行了 1% 的 Winsorize 处理。

2、变量界定

(1) 股利支付率。股利支付率(DVD) 是被解释变量。股利支付率 = 普通股现金股利 / (非常项前利润 - 少数股东收益 - 优先股现金股利) 。

(2) 控制结构与法律保护变量。解释变量控制结构为虚拟变量(CONT) 。参考 La Porta, Lopez - de - Silanes & Shleifer(1999) 以及 Claessens, Djankov & Lang(2000) 等对香港上市公司所有权与控制权分离问题的实证研究, 并考察 A 股上市公司股权结构, 本文对前述控制结构作如下界定: 如果最大股东持有股权超过 30% , 且不存在持有股权超过 5% 的其他股东, 则界定为多数独占控制(S) ; 如果最大股东持有股权超过 30% , 且存在持有股权超过 5% 的其他股东, 则界定为多数制衡控制(B) ; 如果最大股东持有股权少于 30% , 则界定为少数状态依存控制(C) 。解释变量法律保护也是虚拟变量(LAW) 。A 股市场和香港市场分属两种资本市场法律监管环境。但是, 有些公司(A + H 股) 两地上市; 有些公司(红筹股) 在香港注册上市, 同时受到内地相关法律和政策约束。所以, 为了更清晰地考察法律保护制度对上市公司股利政策的影响, 本文将法律保护进一步区分为纯粹 A 股(A) 、A + H 股(A + H) 、H 股(H) 、红筹(R) 和香港本地(L) 五类。

(3) 控制变量。公司规模(SIZE) 用总资产自然对数衡量; 投资机会(INVEST) 用(当年主营业务收入 - 上年主营业务收入) / 上年主营业务收入来衡量; 负债率(DEBT) 用总负债 / 总资产衡量。另外, 本文控制了行业(IND) 和年度(YEAR) 因素。

3、模型设定

为了检验上述假设的影响, 本文建立如下模型:

$$DVD = \alpha + \sum \beta_{1s} CONT_s + \sum \beta_{2i} LAW_i + \beta_3 SIZE + \beta_4 INVEST + \beta_5 DEBT + \sum \beta_{6i} IND_i + \sum \beta_{7j} YEAR_j + \varepsilon$$

其中 α 为截距; $\beta_1, \dots, \beta_7$ 为回归系数; ε 为随机误差项。

五、描述统计和实证研究结果

1、变量的描述统计

变量的描述性统计结果如表 1 所示。

表 1 总体样本描述统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
DVD	3255	31. 631	35. 817	0. 000	222. 181
INVEST	3255	0. 217	0. 453	-0. 466	2. 978
SIZE	3255	21. 895	1. 274	16. 508	28. 003
DEBT	3255	45. 689	18. 621	6. 444	86. 079

各控制结构下股利支付水平描述统计结果如表 2 所示。从表 2 中可以看出, 多数制衡控制(B) 、多数独占控制(S) 和少数状态依存控制(C) 结构下股利支付水平均值依次降低, 符合假设 1。

表 2 各控制结构下股利支付水平描述统计

CONT	DVD		样本数	样本比例(%)
	均值(%)	标准差		
B	36. 458	37. 097	1119	34. 38
C	24. 994	35. 519	993	30. 50
S	32. 662	33. 914	1143	35. 12
合计	31. 628	35. 817	3255	100

对各种法律保护条件下股利支付水平描述统计结果如表 3 所示。从表 3 中可以看出, 香港上市公司股利支付水平均值高于 A 股上市公司, 香港本地(L) 和红筹(R) 股股利支付水平最高, 接下来依次是 H 股、A + H 股和 A 股。上述描述统计结果符合假设 2。

表 3 各法律保护条件下股利支付水平描述统计

LAW	DVD		样本数	样本比例(%)
	均值(%)	标准差		
A	28. 764	34. 911	2421	74. 38
A + H	31. 695	24. 658	102	3. 13

^①在成熟市场中, 房地产行业均具有较强金融行业属性。国际金融机构习惯将房地产行业归入广义金融行业。房地产行业公司在香港市值中占有较大比重, 我们在剔除金融行业公司的同时也将其剔除。同样, 我们也剔除内地 A 股市场中的房地产行业公司。

LAW	DVD		样本数	样本比例 (%)
	均值(%)	标准差		
H	38.795	31.895	120	3.69
L	43.502	39.267	531	16.31
R	42.625	38.717	81	2.49
合计	31.975	35.817	3255	100

2、实证研究结果

本文采用混合普通最小二乘法对上述模型作线性回归分析。为了检验前述假设,本文分别对总体样本作回归分析,按法律保护作分项回归和按控制结构作分项回归,结果如表 4 所示。

表 4 回归结果

	总 体			按法律保护分项回归			按控制结构分项回归		
	A	A + H		H	L	R	B	C	S
	DVD	DVD	DVD	DVD	DVD	DVD	DVD	DVD	DVD
CONT(C)	-8.234 ** (-5.10)	-8.778 ** (-4.81)	-2.982 (-0.38)	-66.48 ** (-2.93)	1.622 (0.39)				
CONT(S)	-2.529 (-1.62)	-1.978 (-1.10)	-12.96 * (-2.13)	-13.23 * (-2.05)	0.119 (0.02)	-8.335 (-0.64)			
LAW(A + H)	-4.918 (-1.22)						8.666 (1.22)	-2.331 (-0.24)	-15.13 ** (-2.61)
LAW(H)	0.345 (0.09)						10.16 (1.89)	-9.624 (-0.48)	-12.65 * (-2.06)
LAW(L)	9.855 ** (5.24)						7.994 ** (2.83)	16.04 ** (4.24)	9.398 * (2.44)
LAW(R)	4.679 (1.14)						0.111 (0.02)		5.606 (0.90)
SIZE	3.092 ** (5.19)	3.813 ** (5.28)	1.351 (0.60)	7.364 * (2.19)	-0.345 (-0.23)	6.267 (1.61)	0.776 (0.69)	4.038 ** (3.42)	3.835 ** (4.20)
INVEST	-7.991 ** (-5.63)	-5.963 ** (-3.76)	-4.617 (-0.82)	-7.320 (-0.63)	-17.98 ** (-4.67)	-3.228 (-0.28)	-9.928 ** (-4.02)	-6.385 * (-2.47)	-6.586 ** (-2.77)
DEBT	-0.191 ** (-5.02)	-0.222 ** (-5.07)	-0.241 (-1.46)	-0.706 ** (-3.85)	-0.0233 (-0.22)	-0.219 (-0.72)	-0.182 ** (-2.66)	-0.167 * (-2.47)	-0.215 ** (-3.32)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距	-15.53 (-1.19)	-30.83 * (-2.01)	32.68 (0.64)	-46.47 (-0.66)	70.79 * (2.03)	-115.5 (-1.25)	36.90 (1.48)	-66.40 * (-2.58)	-26.46 (-1.33)
观测值	3255	2421	102	120	531	81	1119	993	1143
adj. R ²	0.062	0.048	0.365	0.247	0.049	0.053	0.045	0.064	0.040

注:括号内标注的为 t 检验量;* 和 ** 分别表示在 0.05 和 0.01 水平上显著。

以总体样本为基础,检验控制结构与股利支付水平的关系。结果表明,与多数制衡控制(B)相比,多数独占控制(S)和少数状态依存控制(C)的系数都为负,说明具有后两种控制结构特征的公司股利支付水平低于前者。并且,多数制衡控制、多数独占控制和少数状态依存控制的股利支付水平依次降低。上述结果验证了假设 1。但是,从显著性水平来看,只有少数状态依存控制(C)的公司股利支付水平显著小于多数制衡控制(B)的公司。

为进一步考察控制结构与股利支付水平的关系,将总体样本按照法律保护水平分为五个子样本。回归结果表明,上述结论主要适合于 A 股和 H 股公司。A 股市场处在较弱的法律保护环境中,控制结构能够显著影响股利支付水平。在香港市场中,控制结构与股利支付水平的关系表现为两个方面。一方面,香港市场所处较强的法律保护环境能够约束香港本地(L)公司和红筹(R)股公司控制股东的“隧道行为”,从而使控制结构对股利政策的作用不明显。这一结果间接支持了

假设 2 ,即法律保护对于股利政策的作用; 另一方面 ,H 股公司控制结构能够显著影响股利支付水平 ,原因可能在于 H 股公司虽然在香港上市 ,但是 ,在股利政策方面依然具有内地企业特征 ,而且 H 股公司的国有企业属性会强化这一特征。

然后 ,在总体样本基础上 ,检验法律保护与股利支付水平的关系。回归结果显示 ,与 A 股相比 ,H 股公司、香港本地(L)公司和红筹(R)股公司的系数均为正数 ,说明 A 股公司股利支付水平低于其他三类公司。这一结果支持了假设 2。但是 ,只有和香港本地(L)公司相比时 ,这种差别才达到显著性水平。也就是说 ,在这几类公司中 ,香港本地(L)公司股利支付最高 ,达到显著性水平。接下来依次是红筹(R)股公司和 H 股公司 ,但这两类股票股利支付水平没有显著高于 A 股。造成这一现象的原因或许在于 ,红筹(R)股公司和 H 股公司虽然在香港上市 ,受香港市场法律环境约束 ,但是 ,这两类股票都是中资企业 ,并且多属于国有控股企业 ,不可避免地受到内地市场环境、主管机构、法律和有关政策的影响。这一影响反映在股利政策上 ,则体现为红筹(R)股公司和 H 股公司股利支付水平介于香港本地(L)公司和 A 股公司之间。

最后 ,按照控制结构将总体样本分为三个子样本 ,以进一步考察法律保护与股利支付水平的关系。回归结果表明 ,在各种控制结构下 ,香港本地(L)股公司股利支付水平都显著高于 A 股公司。其中 ,少数状态依存控制结构(C)和多数制衡控制结构(B)下 ,股利支付水平差异最明显 ,达到 0.01 的显著性水平; 多数独占控制结构(S)下股利支付水平差异达到了 0.05 的显著性水平。但是 ,与 A + H 股公司、H 股公司和红筹(R)股公司相比 ,在不同控制结构下 ,香港本地(L)公司股利支付水平差异也不同。其中 ,在多数制衡控制结构(B)下 ,香港本地(L)公司的股利支付水平并不占有优势 ,各类股票的系数均为正数 ,显示彼此制衡的控制结构能够有效制约控制股东的“隧道行为” ,迫使其吐出现金流。在少数状态依存控制结构(C)下 ,香港本地(L)公司系数为正数且显著 ,其他类型公司的系数则是负数但不显著。在多数独占控制结构(S)下 ,香港本地(L)公司系数

为正数且显著高于其他类型公司; A + H 公司系数为负数且低于其他类型公司 ,其显著性达到了 0.01 水平 ,说明对具有多数独占控制结构的公司而言 ,两地上市在缓解自由现金流代理问题方面并没有发挥积极作用; H 股公司系数为负数且略高于 A + H 股公司 ,说明对于具有多数独占控制结构的公司 ,在香港上市也没有有效地缓解自由现金流代理问题。

此外 ,公司规模和负债率的系数均达到 0.05 的显著性水平 ,表明规模越大、负债水平越低的企业 ,股利支付率越高。这一结论主要适用于 A 股公司和 H 股公司。投资机会系数为负 ,且达到 0.05 的显著性水平 ,说明投资机会越大的公司 ,股利支付水平越低 ,与自由现金流理论一致。行业和年度之间股利支付水平没有表现出显著差异。

六、结论

本文研究结果表明 ,具有多数制衡控制结构的公司 ,其股利支付水平高于具有多数独占控制结构和少数状态依存控制结构的公司。股利支付水平是法律保护的结果 ,香港本地(L)公司股利支付水平显著高于 A 股公司。由于兼受到香港和内地法律、政策等因素影响 ,红筹(R)公司和 H 股公司股利支付水平介于香港本地(L)公司和 A 股公司之间。在各种控制结构下 ,香港本地(L)公司股利支付水平均高于 A 股公司。

本文研究结果表明 ,控制结构和法律保护是缓解股利代理问题的两种有效机制。控制结构主要依赖市场力量自发形成。目前 ,A 股市场股权集中度较高 ,一股独大现象仍较普遍。对于多数公司而言 ,在短时期内难以依靠市场力量形成制衡的控制结构。而对投资者的法律保护可以从市场外部施加影响 ,通过完善法律制度和强化执法效率而不断得到提高。内地应借鉴香港等国际金融市场的经验 ,提高对投资者的法律保护水平。通过更加完善的法律保护手段 ,缓解股利代理问题。

从实证结果还可以看出 ,香港市场中资上市公司股利支付水平介于香港本地公司和 A 股公司之间 ,说明中资公司到香港跨境上市产生了对公司治理的约束效果 ,也说明中资公司兼受到两地法律、

政策、主管机构等因素影响,与香港本地公司的治理水平尚有差距。本文还发现,对具有多数独占控制结构的公司而言,两地上市和仅在香港上市在缓解自由现金流代理问题方面没有产生明显的约束效果。

限于篇幅和结构,本文没有进一步讨论对投资者的法律保护和控制结构间的相互影响。或许,法律保护是控制结构形成和演变的重要影响变量,留待以后进一步研究检验。

参考文献:

- [1]Dewenter, K., and V. Warther. Dividends, Asymmetric Information, and Agency Conflicts: Evidence from a Comparison of the Dividend Policies of Japanese and U. S. Firms [J]. Journal of Finance, 1998, (53): 879-904.
- [2]Faccio, Mara, Larry H. P. Lang, and Leslie Young. Dividends and Expropriation [J]. American Economic Review, 2001, (91): 1-25.
- [3]Gugler, K., Yurtoglu, B. B. Corporate Governance and Dividend Pay-out Policy in Germany [J]. European Economic Review, 2003, (47): 731-758.
- [4]Jensen, M., and W. Meckling. Theory of the Firm: Management Behavior, Agency Costs and Ownership Structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976, (3): 305-360.
- [5]Jensen, Michael. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers [J]. American Economic Review, 1986, (76): 323-329.
- [6]La Porta, R. and L. S. Florencio. The Benefits of Privatization: Evidence from Mexico [J]. Quarterly Journal of Economics, 1999, (4): 1193-1294.
- [7]La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. Agency Problems and Dividend Policies around the World [J]. Journal of Finance, 2000, (55): 1-33.
- [8]Pagano, Marco and Ailsa Roell. The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring, and the Decision to Go Public [J]. Quarterly Journal of Economics, 1998, 113 (1): 187-225.
- [9]Stijn Claessens, Simeon Djankov, and Larry H. P. Lang. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations [J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58, (1-2): 81-112.
- [10]Shleifer, A., and R. Vishny. A Survey of Corporate Governance [J]. The Journal of Finance, 1997, (52): 737-783.
- [11]陈洪涛, 黄国良. 中国上市公司股权结构与现金股利政策的实证研究 [J]. 武汉: 统计与决策, 2005 (20).
- [12]陈信元, 陈冬华, 时旭. 公司治理与现金股利: 基于佛山照明的案例研究 [J]. 北京: 管理世界, 2003 (8).
- [13]刁伟程, 邱贵忠. 香港特区上市的中资企业股利政策研究 [J]. 北京: 世界经济, 2002 (11).
- [14]吕长江, 周县华. 公司治理结构与股利分配动机——基于代理成本和利益侵占的分析 [J]. 天津: 南开管理评论, 2005 (3).
- [15]蓝发钦. 中国上市公司股利分配特征的现代经济学诠释 [J]. 北京: 管理世界, 2001 (3).
- [16]唐跃军, 谢仍明. 大股东制衡机制与现金股利的隧道效应——来自 1999-2003 年中国上市公司的证据 [J]. 天津: 南开经济研究, 2006 (1).
- [17]唐清泉, 罗党论. 现金股利与控股股东的利益输送行为研究——来自中国上市公司的经验证据 [J]. 北京: 财贸研究, 2006 (1).
- [18]王化成, 李春玲, 卢闯. 控股股东对上市公司现金股利政策影响的实证研究 [J]. 北京: 管理世界, 2007 (1).
- [19]王信. 从代理理论看上市公司的派现行为 [J]. 北京: 金融研究, 2002 (9).
- [20]武晓春. 我国上市公司的股权结构与股利政策 [J]. 太原: 经济问题, 2003 (4).
- [21]徐国祥, 苏月中. 中国股市现金股利悖论研究 [J]. 上海: 财经研究, 2005 (6).
- [22]肖珉, 沈艺峰. 控制性股东与现金股利 [C]. 第九届中国财务学年会论文集, 2004.
- [23]张阳. 控股股东利益导向与股利政策安排——基于用友软件“高派现”的案例分析 [J]. 南昌: 当代财经, 2003, (10).

Control Structure , Law Protection and Dividend Policy

——A Comparison Research on Listed Firms in Hong Kong and A Markets

ZHAO Zhong-wei

(School of Economics Peking University ,Beijing ,100871 ,China)

Abstract: Our paper takes an agency perspective as a starting point for explaining dividend policy across inland and Hong Kong. Dividends signal the severity of the conflict between the large ,controlling owner and small , outside shareholders.

Both control structures and law environment of protection may influence on dividend policies of listed companies. Based on the ownership structure , we introduce control structure. Control structure reflects the separation of cash flow right and voting right , and decides the arrangement of control rights. So , we think that it is control structure that plays a key role on dividend policy. Beside control structure , an important consideration in investigating the agency conflict role of dividend is governance provided by legal mechanism protecting the interests of minority shareholders.

Investor protection turns out to be crucial because expropriation of minority shareholders by the controlling shareholders is extensive. The legal approach to corporate governance holds that the key mechanism is the protection of outside investors through the legal system , meaning both laws and their enforcement. There are differences in legal investor protection between inland and Hong Kong markets.

We examine the influence of control structure and legal protection on dividend policies of listed companies in inland and Hong Kong markets using a time-series , cross-sectional data set. The period of study spans 2007 to 2009.

Our study shows that the firms with control structure of balanced majority will pay out more than the ones with control structure of sole majority and contingent minority. Dividend is the result of investor protection , so we find that Hong Kong local firms will pay out more than inland firms , and the dividend of Red Chip and H stocks is higher than the one of A stocks and lower than the one of Hong Kong local stocks. We also find that Hong Kong local firms will pay out more than inland firms under every kind of control structure. The dividend policies of Chinese firms in the Hong Kong market are influenced by both factors of inland and Hong Kong markets. It show that one side , cross-listing acts as a bonding mechanism to the governance of the Chinese firms; on the other side , the governance of the Chinese firms is weaker than Hong Kong local firms.

In order to mitigate the agency conflict between the controlling shareholders and the minority shareholders in A market , it is necessary to strengthen the investor protection in both laws and their enforcement.

Key Words: control structure; law protection; dividend policy; Hong Kong Market; A Market

(责任编辑: 弘 毅)